

# 信用等级公告

联合[2018] 2007 号

联合资信评估有限公司通过对扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“16 瘦西湖 MTN001”、“17 瘦西湖 MTN001”和“18 瘦西湖 MTN001”信用等级为 AA<sup>+</sup>，“17 瘦西湖 CP002”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层  
电话：(010) 85679696  
传真：(010) 85679228  
邮编：100022  
网址：www.lhratings.com

## 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

上次主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 瘦西湖 MTN001	7.5 亿元	2019/1/11	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17 瘦西湖 MTN001 <sup>1</sup>	7.5 亿元	2020/9/27	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
18 瘦西湖 MTN001	5 亿元	2021/6/8	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17 瘦西湖 CP002	2 亿元	2018/10/20	A-1	A-1
本次评级展望:	稳定			
上次评级展望:	稳定			

评级时间: 2018 年 7 月 25 日

### 财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.97	22.15	33.99	34.67
资产总额(亿元)	183.98	190.76	226.96	237.96
所有者权益(亿元)	69.90	79.16	110.32	110.38
短期债务(亿元)	42.71	37.20	16.20	23.00
长期债务(亿元)	55.83	56.60	80.54	84.84
全部债务(亿元)	98.54	93.80	96.74	107.84
营业收入(亿元)	13.84	13.55	9.21	3.28
利润总额(亿元)	2.14	4.92	4.51	0.15
EBITDA(亿元)	2.37	5.17	4.58	--
经营性净现金流(亿元)	-5.24	-2.13	3.12	-5.34
营业利润率(%)	19.97	13.53	21.19	13.29
净资产收益率(%)	2.40	4.83	3.02	--
资产负债率(%)	62.01	58.50	51.39	53.61
全部债务资本化比率(%)	58.50	56.69	46.72	49.42
流动比率(%)	197.03	194.97	391.03	335.72
全部债务/EBITDA(倍)	41.59	18.29	21.11	--
经营现金流流动负债比(%)	-10.38	-4.56	11.48	--

注: 1、2018 年 1 季度财务数据未经审计; 2、其他流动负债已计入公司有息债务。

### 分析师

赵传第 崔俊凯 李 衡

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

### 评级观点

扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司(以下简称“公司”)是扬州市人民政府下属旅游基础设施的投资建设和运营主体。公司依托于蜀冈—瘦西湖风景名胜区(扬州市唯一的国家级 5A 景区),区域地位优势突出。跟踪期内,扬州市经济稳步发展,为公司提供了良好的外部环境;同时,扬州市人民政府通过瘦西湖管委会对公司进行了资金注入,公司的资本实力进一步增强。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时关注到公司债务规模较大、未来投资规模大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

基于公司在扬州市旅游基础设施建设及运营领域的重要地位,扬州市政府及瘦西湖管委会对公司的持续支持,以及公司的业务经营持续稳定,联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>,“16 瘦西湖 MTN001”、“17 瘦西湖 MTN001”及“18 瘦西湖 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>,“17 瘦西湖 CP002”的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

### 优势

1. 旅游业为扬州市经济社会发展的支柱产业之一,跟踪期内,扬州市旅游总收入对全市 GDP 贡献进一步提升、游客规模持续扩大,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体,跟踪期内,受扬州市人民政府委托瘦西湖管委会实施资金注入的影响,公司的资本实力进一步增强。

### 关注

1. 公司在建的景区工程项目投资规模大,存在较大的对外融资压力。
2. 跟踪期内,公司已抵押资产占比较高,应收类账款及代建形成工程成本大,对公司

<sup>1</sup> “16 瘦西湖 MTN001”和“17 瘦西湖 MTN001”为公司发行的永续中期票据

资金形成较大的占用，整体资产流动性较弱。

3. 跟踪期内，公司债务规模快速扩张，同时考虑到发行的为永续债，实际债务负担高于指标值。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为扬州市人民政府，截至 2018 年 3 月底，公司注册及实收资本均为 20 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司本部内设综合部、财务审计部、资本运作部、投资开发部、项目建设部和资产运营部共 6 个职能部门（详见附件 1-2）；纳入合并范围子公司 13 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 226.96 亿元，所有者权益 110.32 亿元（含少数股东权益 18.34 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 9.21 亿元，利润总额 4.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 237.96 亿元，所有者权益 110.38 亿元（含少数股东权益 18.36 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.28 亿元，利润总额 0.15 亿元。

公司注册地址：扬州市长春路118号；法定代表人：吴玉林。

### 三、存续债券与募集资金使用情况

截至跟踪评级日，由联合资信评定的存续债券包括“16 瘦西湖 MTN001”、“17 瘦西湖 MTN001”、“18 瘦西湖 MTN001”和“17 瘦西湖 CP002”债券余额 22.00 亿元。

跟踪期内，“16 瘦西湖 MTN001”已足额支付债券利息；“17 瘦西湖 MTN001”、“18 瘦西湖 MTN001”未到付息日以及“17 瘦西湖 CP002”未到还本付息日。

跟踪期内，上述存续期债券已按约定用途全部使用完毕。

表 1 跟踪评级债券情况（单位：亿元、年）

债券简称	债券余额	募集资金用途	起息日	期限
16 瘦西湖 MTN001	7.50	偿还银行借款	2016-1-11	3+N
17 瘦西湖 MTN001	7.50	偿还银行借款	2017-9-27	3+N
18 瘦西湖 MTN001	5.00	偿还银行借款	2018-6-8	3
17 瘦西湖 CP002	2.00	偿还银行借款	2017-10-20	1
合计	22.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

公司存续期债券中，“16 瘦西湖 MTN001”和“17 瘦西湖 MTN001”为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

### 四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017

年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进

口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物

价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设

#### 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施投资建设过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

### 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债券与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文

并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相

2018年4月	有关问题的通知》财金【2018】23号 《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。 及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。
---------	--	--

资料来源：联合资信综合整理

### 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

### 2. 旅游行业分析

旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性，属于典型性的敏感型行业。

#### 国内旅游现状

近十年，随着国民经济健康快速的的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。

2015~2017年，中国国内游客分别为41.20亿人次、44.4亿人次和50.01亿人次，同比分别

增长14.13%、11.20%和12.80%，中国国内旅游业增速持续增长，国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现一定的惯性。

#### 国际旅游现状

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名声古迹等良好的旅游环境，加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的成功举办扩大了在中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十年得到快速发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策带来更大竞争。2015年，全国入境游客1.33亿人次，同比增长3.91%；2016年，全国入境游客1.38亿人次，同比增长3.50%；2017年，全国入境游客1.39亿人次，同比增长0.80%。中国入境游正处于长时间高速发展滞后逐渐复归常态化的趋势。

出境旅游方面，在国内经济持续增长的形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，近年来出境旅游继续保持高速增长趋势。2015~2017年，中国出境旅游总人数分别为1.28亿人次、1.35亿人次和1.31亿人次，分别同比增长9.67%和5.70%，下降2.96%。受此影响，中国旅游服务的贸易顺差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2017年中国国际旅游收入1234亿美元，而居民出境花费1152.90亿美元，旅游服务贸易顺差较大。

从政策环境来看，《中华人民共和国旅游法》的正式施行和中央及地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平复因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展，从而

增强中国旅游行业的竞争力。

### 扬州市旅游行业

根据扬州市统计局对外公布数据显示，2017年，扬州市全市实现旅游总收入796.72亿元，增长15.2%，旅游总收入占全市GDP的15.73%，同比增加0.19个百分点；接待国内外游客6207.38万人次，同比增长11.9%；实现旅游外汇收入7505.62万美元，同比增长19.5%；过夜游客同比增长17.6%。主要封闭景区接待游客1042.54万人次，同比增长14.6%。全市拥有国家A级景区37家，其中5A级1家、4A级10家、3A级13家。省星级乡村旅游区（点）48家，其中四星级16家。共有星级饭店48家，其中五星级4家、四星级13家。星级饭店客房出租率为67.55%。旅行社138家，其中出境游组团社7家。马可波罗花世界创成国家4A级旅游景区。创成省三星级乡村旅游区8家，润德菲尔庄园创成首批省五星级乡村旅游区；出台全省首部旅游风情小镇地方标准，推出首批市级创建单位3家；新增民宿客栈床位超800张，全市四星级以上乡村旅游区全部建有专用停车场。

### 3. 区域经济环境

公司是扬州市蜀岗-瘦西湖景区建设运作的市场化主体，目前经营与投资的项目均在蜀岗-瘦西湖景区范围内。公司的业务经营直接受扬州市经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

根据《2017年扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2017年，全市实现地区生产总值5064.92亿元，可比价增长8.0%。其中，第一产业增加值262.06亿元，增长1.9%；第二产业增加值2475.86亿元，增长6.7%；第三产业增加值2327.00亿元，增长10.1%。三次产业结构由上年的5.6:49.4:45.0调整为5.2:48.9:45.9。人均地区生产总值112559元，增长7.7%。

2017年扬州市完成固定资产投资3690.09亿元，增长12.2%，其中，工业投资完成2029.83亿元，增长18.4%，工业投资占比达55%；服

务业投资完成1643.15亿元，增长5.5%；房地产投资完成443.58亿元，增长8.1%。

2017年，扬州市一般公共预算收入320.18亿元，同比下降7.3%，其中税收收入241.44亿元，同比下降9.6%。

跟踪期内扬州经济持续稳步发展，为公司提供了良好的外部环境。

## 六、基础素质分析

公司是扬州市重要的旅游基础设施建设和运营主体，依托于扬州瘦西湖风景区，公司的区位优势明显并在跟踪期内持续获得政府的支持。2017年，扬州市人民政府委托瘦西湖管委会拨付10.00亿元征地和拆迁款并同意该笔款项转为对公司的资金注入，计入公司的“资本公积”；2017~2018年1~3月，公司分别收到政府补助185.57万元和37.83万元，分别计入“营业外收入”和“其他收益”科目中。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：G1032100300079600V），截至2018年4月6日，公司无不良信用记录。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司的治理结构和管理制度等无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2017年，公司实现主营业务收入9.13亿元，同比大幅下降31.34%，其中旅游工程施工实现收入2.95亿元，同比下降65.36%，主要系公司存续代建项目在2016年集中确认收入所致；旅游经营实现收入2.80亿元，同比下降5.72%，主要受扬州市政府出台相关文件，瘦西湖景点实施票价阶段性优惠的影响；古典园林施工业务持续扩大，公司实现业务收入2.06亿元，同比增长31.50%。

从毛利率来看，2017年，公司主营业务综

合毛利率 22.28%，同比增加 6.70 个百分点，其中，公司旅游工程施工毛利率为 14.17%，同比增加 2.89 个百分点，主要系唐子城综合保护项目及城中村改造项目利润较高所致；旅游经营毛利率 38.34%，同比增加 3.32 个百分点，主要系当年园区内的消费利润较高所致；古典园林施工毛利率 11.39%，同比增加 3.64 个百分点，主要系公司通过市场化竞标，承接较多利润较高的工程所致；房地产开发毛利率 22.25%，同比增加 7.25 个百分点，主要系新苑广场当年结转的为价格较高的商业配套设施所致。其他收入毛利率大幅增至 29.88%，主要系公司将亏损的扬州瘦西湖演艺公司划出合并范围导致其利润上涨，目前其他收入包含水电气和停车费收入，成本较低。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 3.25 亿元，相当于 2017 年全年的 35.59%，综合毛利率 14.72%，较 2017 年减少 7.56 个百分

点，其中，旅游工程施工实现收入 1.59 亿元，相当于 2017 年全年的 53.90%，毛利率 21.11%，较 2017 年增加 6.94 个百分点，主要系确认收入的工程利润较高所致；旅游经营实现收入 0.52 亿元，相当于 2017 年全年 18.65%，毛利率同比下降至 6.75%，主要系一季度通常是旅游淡季且景点维护造成成本上涨所致；园林设计毛利率大幅下降至 11.95%，主要系该板块以开票金额确认收入，一季度开票较少，确认收入不高所致。

跟踪期内，受核心业务之一的旅游工程施工业务规模减少，公司主营业务收入大幅下降，但是公司经营的扬州市唯一一个国家级 5A 级景区“瘦西湖景区”的经营收入能够保持相对稳定，古典园林施工业务收入占比上升，成为公司收入来源重要的补充部分，公司利润水平有一定提升。

表 3 2016~2018 年 1~3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
旅游工程施工	85234.37	62.92	11.28	29528.33	32.35	14.17	15914.08	48.50	21.11
旅游经营	29680.26	21.91	35.02	28024.45	30.70	38.34	5226.72	15.93	6.75
古典园林施工	15656.59	11.56	7.75	20587.67	22.55	11.39	9099.32	27.73	7.98
园林设计	753.99	0.56	19.13	1973.15	2.12	20.63	899.72	2.74	11.95
房地产开发	1285.72	0.95	15.00	8894.86	9.74	22.25	436.02	1.33	32.44
其他收入	330.71	0.25	-257.20	2269.67	2.54	29.88	908.44	2.80	8.74
合计	132941.22	100.00	15.58	91278.12	100.00	22.28	32484.37	100.00	14.72

资料来源：公司提供

注：其他收入主要包括公司的演艺收入及租赁收入；2016 年公司其他收入毛利率为负，主要系演艺节目调整，大部分演艺节目暂停，收入下滑较快所致。

## 2. 业务经营分析

### 旅游工程施工业务

公司作为扬州市蜀冈-瘦西湖景区旅游资源的开发主体，根据扬州市政府和景区管委会的规划和指导，对蜀冈-瘦西湖景区范围内的景观工程、旅游配套设施、市政基础设施及公共配套设施进行开发建设。

公司的业务模式为瘦西湖管委会和公司就单个具体项目的相关内容签订《建设工程委托

代建合同》，并授予公司独家享有代建项目管理费的收益权。扬州市财政局（市财政局应支付的委托代建款划拨至瘦西湖管委会，并由其代为支付）和瘦西湖管委会支付公司投资、建设项目所发生的实际支出成本，并在总投资额的基础上支付 20% 作为管理服务费用（除瘦西湖新苑 1~4 期工程合同以年均投资收益率 7.4% 计算工程的投资收益）作为公司经营收入，成本返还和管理服务费由扬州市财政局、瘦西湖管

委会双方各承担 50%，并约定从项目建设竣工决算后进行支付，具体支付比例为：竣工结算之日起一年内支付至 30%，竣工结算之日起二年内支付至 65%，竣工结算之日起三年内支付至 100%。在实际运作中，扬州市财政局和瘦西湖管委会根据施工项目实际进展灵活地支付部分资金，以使公司持续、稳定、有效开展各项工程的建设工作。

唐子城综合保护项目是公司唯一一个与政府签订《政府采购协议》的项目。根据《政府采购协议》中的约定，瘦西湖管委会作为政府采购主体，以采购方式推进项目建设，所需资金全部本息逐年纳入市级财政预算和政府采购预算资金；政府购买总价款 71.20 亿元，在 2017~2027 年的 10 年内分期支付服务费用，同时根据实际情况支付。

唐子城综合保护项目预算总投资 20.00 亿

元（受国家政策影响，唐子城综合保护项目预算总投由原 50.00 亿元调整至 20.00 亿元，但并未重新签订政府采购协议，实际的政府购买总价款分十年并且逐年纳入财政预算针对调整后的总投进行支付），截至 2018 年 3 月底，已完成投资 18.00 亿元，主要是用作于前期涉及区域范围内的棚户区拆迁工作；累计确认收入 1.51 亿元，收到回款 0.73 亿元。

2017 年，旅游工程施工业务实现收入 2.95 亿元，同比下降 65.36%，主要系公司存续代建项目在 2016 年集中确认收入所致，公司旅游工程施工毛利率为 14.17%，同比增加 2.89 个百分点，主要系唐子城综合保护项目及城中村改造项目利润较高所致。2018 年 1~3 月，公司旅游工程施工板块确认收入 1.59 亿元，毛利率为 21.11%。

表 4 2016~2018 年 1-3 月公司主要代建项目确认收入表（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	是否签订代建协议
瘦西湖新苑四期	25504.30	3567.53	597.99	是
城中村改造项目	18957.64	2961.35	6348.64	是
唐子城综合保护	6281.66	8065.28	744.83	是
扬菱路景观提升工程	5771.76	3487.17	287.40	是
工人疗养院搬迁	5614.27	978.09	50.18	是
宋夹城-考古遗址公园	4253.95	308.17	--	是
长春路-综合改造	2044.31	2086.95	--	是
官河及周边环境综合整治	1524.50	971.83	646.19	是
景区道路等维护-秋实路工程	901.51	1545.51	176.46	是
长春路-三座桥改造工程	504.83	-116.06	1585.63	是
景区道路等维护-盆景园沿路改造	217.13	1.15	291.70	是
双峰云栈	154.15	4625.79	3122.56	是
友谊新村街景改造	33.02	0.52	0.58	是
扬州殡仪馆	1352.95	--	--	是
公交首末站	31.51	626.48	148.28	是
友谊广场街景改造工程	6.79	26.41	--	是
行政综合执法局办公楼	6.19	392.16	--	否
老小区改造	857.65	--	--	否
度假村地块拆迁	11216.25	--	--	是
景区道路等维护-江都北路	--	--	1913.64	否
<b>合计</b>	<b>85234.37</b>	<b>29528.33</b>	<b>15914.08</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要代建项目规模合计 34.26 亿元，已完成投资 27.07 亿元，未

来尚需 7.19 亿元。

表5 截至2018年3月底公司主要代建项目情况表（单位：万元）

项目名称	预算总额	截至2018年3月底已投资	资金来源		是否签订合同或者协议	计划投资额		
			自有资金	银行贷款		2018年	2019年	2020年
瘦西湖新苑安置房四期	79000.00	77727.83	23700.00	55300.00	是	1800.00	1200.00	--
双峰云栈	55000.00	9193.28	3000.00	7000.00	是	500.00	500.00	--
长春路-三座桥改造工程	8600.00	3788.56	6100.00	2500.00	是	1500.00	--	--
唐子城综合保护项目	200000.00	180000.00	20000.00	180000.00	是	--	--	--
合计	342600.00	270709.67	52800.00	244800.00	--	3800.00	1700.00	--

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，已完工未决算的代建项目投资14.21亿元，主要包括宋夹城考古遗址公园、公交首末站、长春路三座桥改造、景区部分道路改造、扬菱路景观提升、友谊广场街景改造等。联合资信会持续关注代建项目的回款情况。

表6 截至2018年3月底公司主要自营项目情况表（单位：万元）

项目名称	预算总额	截至2018年3月底已投资	计划投资额		
			2018年	2019年	2020年
柏联国际度假社区	170000.00	81181.42	7000.00	5000.00	5000.00
傍花村工程	80000.00	71137.79	--	--	--
笔架山温泉	29000.00	30300.92	--	--	--
花都汇生态园艺中心	16090.00	15682.74	1000.00	--	--
九龙湖生态度假旅游观光项目土建及绿化工程	20000.00	4169.93	--	--	--
友谊酒店	19978.00	17826.75	2000.00	--	--
合计	335068.00	220299.55	10000.00	5000.00	5000.00

资料来源：公司提供

注：笔架山温泉由于预算总额编撰时间较早，且项目持续扩建，故截至2018年3月底已投资高于预算总额。公司暂未编撰最新可研。

截至2018年3月底，公司主要自营项目预算总投资为33.51亿元，已完成投资22.03亿元，未来尚需11.48亿元。自营项目投资规模较大，未来存在较大的对外筹资压力。

柏联国际度假社区，项目位于扬州市长春路以东，友谊路以西，平山堂东路以南，总建筑面积3.6万平方米，总投资17.00亿元，建设内容包括花文化艺术精品酒店；配套建设桥梁、亭台、码头、茶肆、回廊水榭及管理用房等设施，对地形进行改造、开挖水面、围岸、提升绿化景观，打造湿地公园。目前项目处于建设中后期阶段。

笔架山温泉项目，项目位于长春路以北，东临相别路，西依宋夹城河西岸，规划用地面积约623亩，总投资2.9亿元。建设内容包括：民荡花乡（花坊园、温泉水疗中心）、杏

花村等旅游设施。目前项目基本完工。

傍花村工程，总投资8.00亿元，项目选址蜀冈-瘦西湖风景名胜区内，建设内容包括旅游配套区、游客服务中心10780平方米。新建“水巷花街”、“隋宫主题园”、“桃园闲吧”等旅游设施项目，已基本完工。

公司自营项目中傍花村工程、笔架山温泉以及友谊酒店均已投入运营，公司根据瘦西湖管委会规划将上述三个项目委托交由扬州瘦西湖旅游投资度假管理有限公司进行运营管理，截至本报告出具日，收入归扬州瘦西湖旅游投资度假管理有限公司所有，未来调整方案，待瘦西湖管委会进行规划再定；柏联度假社区仍在投资开发建设，暂未形成收入；花都汇生态园艺中心为生态旅游公园，未有门票收入；九龙湖生态度假旅游观光项目土建及绿化工程因

涉及农用地，项目暂停开发，待厘清相关土地问题后继续投入。

跟踪期内，公司旅游工程施工业务模式未发生变化，主要在建项目进展情况持续推进，但是代建工程规模下降，持续性弱，同时，公司自营项目投资规模较大，未来存在较大的对外筹资压力。

### 旅游经营业务

公司负责建设运营的蜀冈—瘦西湖风景区位于扬州市北郊，现有游览区面积100公顷左右，公司在区域内处于垄断经营地位。瘦西湖景区被誉为中国湖上园林的代表，1988年被国务院列为“具有重要历史文化遗产和扬州园林特色的国家重点名胜区”；2010年被授予中国旅游界含金量最高荣誉“5A级景区”。

公司目前旅游经营业务板块的主要收入来自瘦西湖景区范围内三个收费景点的门票、游船及纪念品销售收入。

中共扬州市委发布《中共扬州市委、扬州市人民政府关于更好服务游客，建设宜游城市

的意见》扬发【2017】3号文，要求在规定时间内实行优惠价格政策，即西湖等重要景点，在4、5、10三个月节假日和周末维持门票150元/人不变，周一至周五（不含节假日），瘦西湖景点门票优惠至90元/人；其他月份的节假日和周末，门票优惠至60元/人，周一至周五（不含节假日），门票优惠至30元；同时，在4、5、9、10四个月在瘦西湖、大明寺、个园、东关街以及何园等主要景区之间开通免费直达公交等优惠措施。

受上述优惠价格政策影响，跟踪期内，公司进入景区人数增加，收入有所下降。2017年，进入景区人数241万人次，同比增加37万人次；公司实现旅游经营收入2.39亿元，其中门票收入2.18亿元，占旅游业务收入的91.41%。2018年1~3月，瘦西湖风景区接待游客105万人次，相当于上年的43.57%。

跟踪期内，受扬州市政府3号文件的影响，公司旅游经营收入小幅下降。

表 7 2016~2018 年 1~3 月瘦西湖风景区经营数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
进入景区人数（万人次）	204	241	105
营业收入（万元）	25618.42	23898.01	3994.51
其中：门票收入（万元）	22168.49	21845.51	3365.95

资料来源：公司提供

注：1. 上述数据为瘦西湖公园、宋夹城考古遗址公园以及世界动物之窗合计数；除上述瘦西湖风景区的相关收入外，公司下属子公司扬州古城文化旅游发展有限公司的租金、商品收入亦纳入在旅游经营范围内，但金额较小；宋夹城考古遗址公园和世界动物之窗景区于2013年3月11日起门票免费；

2. 旺季一般为3月至6月、9月至11月，其余为淡季；

3. 2016~2018年1~3月进入景区人数中包含持年票入园的扬州市民，年票价格为100元/人。

### 古典园林施工业务

公司古典园林施工业务由下属子公司扬州园林建筑装饰工程有限公司（以下简称“扬州装饰”）经营。扬州装饰是集建筑施工、古建修缮、园林景观绿化施工、设计于一体的专业化建筑企业。2017年4月增项装修二级资质，下属子公司扬州市景盛环境建设有限公司具有绿化二级资质。

截至2018年3月底，园林装饰已具备总

承包三级、古建三级资质、市政总承包三级资质、装修二级以及绿化二级等资质。拥有各类专业技术人员四十余人。

截至2018年3月底，扬州园林装饰公司100万元以上在手合同共27个，合同金额共4.74亿元，已收到工程款4.13亿元。2017年，受规模扩大的影响，古典园林施工实现业务收入2.06亿元，同比增长31.50%，毛利率为11.38%；2018年1~3月，公司实现古典

园林施工收入 0.91 亿元，相当于 2017 年的 44.20%。

跟踪期内，受对外承接工程规模扩张的影响，公司的古典园林施工收入也呈快速增长趋势，已成为公司收入来源重要的补足部分。

#### 园林设计及房地产开发业务

公司园林设计业务主要由下属子公司扬州园林设计院有限公司（以下简称“扬州园林设计”，公司持股比例100%）经营。2017 年公司园林设计业务实现收入1973.15万元，毛利率为20.63%。2018年1~3月，公司实现园林设计收入为899.72万元，相当于2017年全年的45.60%。

公司房地产开发收入来自于瘦西湖新苑三期 A、B 地块和新苑广场两个项目。2017 年，公司房地产收入大幅增长至 0.89 亿元，主要系新苑广场项目销售较快且结转较多所致，毛利率 22.25%，同比增加 7.25 个百分点，主要系新苑广场当年结转的为价格较高的商业配套设施所致；2018 年 1~3 月，公司实现房地产收入 436.02 万元，毛利率 32.44%。

跟踪期间内，依托于瘦西湖风景区，公司的园林设计业务快速增长，但总体规模较小。房地产开发业务收入规模有所增长，但持续性弱。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2017 年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见；公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内子公司 13 家。跟踪期内，公司合并范围子公司有所变动，但是其规模较小，财务数据可比性仍较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 226.96 亿元，所有者权益 110.32 亿元（含少数股东权益 18.34 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 9.21 亿元，利润总额 4.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 237.96 亿元，所有者权益 110.38 亿元（含少数股东权益 18.36 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.28 亿元，利润总额 0.15 亿元。

### 2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 226.96 亿元，同比增长 18.98%，其中流动资产占比 46.76%，非流动资产占比 53.24%，较上年底变化不大。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.15	11.61	33.99	14.98	34.67	14.57
应收款项	15.66	8.21	14.60	6.43	14.57	6.12
其他应收款	6.70	3.51	12.50	5.51	12.01	5.05
存货	41.64	21.83	39.96	17.61	43.54	18.30
<b>流动资产合计</b>	<b>91.26</b>	<b>47.84</b>	<b>106.12</b>	<b>46.76</b>	<b>113.36</b>	<b>47.64</b>
投资性房地产	58.82	30.83	56.96	25.10	67.04	28.17
在建工程	37.96	19.90	60.07	26.47	53.78	22.60
<b>非流动资产合计</b>	<b>99.50</b>	<b>52.16</b>	<b>120.84</b>	<b>53.24</b>	<b>124.60</b>	<b>52.36</b>
<b>资产总额</b>	<b>190.76</b>	<b>100.00</b>	<b>226.96</b>	<b>100.00</b>	<b>237.96</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报表&联合资信整理

2017 年底，公司流动资产 106.12 亿元，同比增长 16.82%，主要来自货币资金和其他应收款的增长。流动资产中，货币资金 33.99 亿元，同比增长 53.44%，其中银行存款（占 81.91%），其他货币资金（占 18.06%），公司受限资金 1.58 亿元均为用作于借款保证金；公司其他应收款 12.50 亿元，同比增长 86.56%，主要来自应收瘦西湖管委会安置补助费增加所致；公司存货 39.96 亿元，同比下降 4.03%，其中旅游工程施工 37.57 亿元（占 94.02%），公司未计提存货跌价准备。

2017 年底，公司非流动资产 120.84 亿元，同比增长 21.45%，主要来自可供出售金融资产和在建工程的增长。非流动资产中，可供出售金融资产大幅增至 2.03 亿元，主要系公司投资中保投京杭大运河（扬州）生态基金所致；公司投资性房地产 56.96 亿元，同比下降 3.16%，主要系公司对土地使用权和房产进行评估，造成公允价值变动所致，公司土地使用权账面价值 52.36 亿元（占 91.92%），其中账面价值 41.67 亿元土地使用权已用作于借款抵押，抵押比例高；公司在建工程 60.07 亿元，同比增长 58.24%，主要系公司城中村改造项目、待开发地块拆迁、老虎山西路南侧综合整治工程和笔架山温泉等工程增加投资所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 237.96 亿元，较上年增长 4.85%，流动资产占比 47.64%，非流动资产占比 52.36%。2018 年 3 月底，公司流动资产 113.36 亿元，较上年增长 6.83%，主要系受扬州瘦西湖景区开发建设逐步推进的影响，预付工程款和旅游工程施工成本持续增长所致；公司非流动资产 124.60 亿元，较上年增长 3.11%，其中投资性房地产 67.04 亿元，较上年增长 17.71%，主要系公司将友谊酒店、傍花村以及瘦西湖农贸市场等部分转入所致。

2018 年 3 月底，公司受限资产账面价值 44.49 亿元，占所有者权益 40.31%，其中货

币资金 5.99 亿元，土地资产 38.50 亿元。

跟踪期内，公司资产规模持续增长，应收类款项占比较大，对资金形成较大的占用，非流动资产主要以投资性房地产及在建工程为主；受限资产占比较高，在一定程度上限制了公司融资能力，公司整体资产质量尚可。

### 3. 资本结构

#### 所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 110.32 亿元，同比增长 53.94%，主要系其他权益工具、资本公积和未分配利润和少数股东权益增加所致。公司所有者权益构成中主要由实收资本（占 18.13%）、资本公积（占 18.39%）、其他权益工具（占 13.48%）、未分配利润（占 15.87%）、其他综合收益（占 15.53%）和少数股东权益（占 16.63%）构成。

2017 年底，公司资本公积 20.29 亿元，同比增长 12.62%，其中政府对公司注资 10 亿元，但是受市政府规划的影响公司账面价值 7.93 亿元的 5 块土地被土储中心收回；公司其他权益工具 14.87 亿元，同比增长 98.20%，主要系公司于 2017 年 9 月 27 日成功发行 7.50 亿元的“17 瘦西湖 MTN001”永续中期票据，计入该科目所致。

2017 年底，公司少数股东权益大幅增至 18.34 亿元，系公司与中保投投资有限责任公司（以下简称“中保投”）及扬州市现代金融投资集团有限责任公司（以下简称“扬州现代金融公司”）成立中保投京杭大运河（扬州）生态基金合伙企业，募集资金 20 亿，用作于唐子城综合保护项目的棚户区分迁工作。具体操作为：公司作为劣后级出资 2 亿元，中保投出资 18 亿元。根据扬州市人民政府《市政府关于同意以政府采购方式推动唐子城保护利用和国家级旅游度假区创建的批复》扬府复【2016】19 号文件及扬州市人民代表大会常务委员会文件《关于同意市政府关于提

请同意将唐子城保护利用和国家级旅游度假区创建项目政府采购资金列入财政预算的报告的通知》，瘦西湖管委会作为政府采购主体签署政府采购合同，以采购方式推进唐子城综合保护项目建设，所需资金全部本息逐年纳入市级财政预算和政府采购预算资金。

2018年3月底，公司所有者权益110.38亿元，较上年底变化不大。

跟踪期内，受中保投基金的投入以及公司成功发行永续中期票据，公司所有者权益快速增长，但是质量一般。

### 负债

2017年底，公司负债总额116.64亿元，同比增长4.52%，其中流动负债占23.27%，非流动负债占76.73%，构成以非流动负债为主。

2017年底，公司流动负债27.14亿元，同比下降42.02%，公司流动负债构成中主要以短期借款（占41.27%）和其他流动负债为主（占18.42%）。2017年底，公司短期借款11.20亿元，同比下降39.96%，其中抵押借款4.70亿元，保证借款6.50亿元；公司其他流动负债5.00亿元，同比下降28.57%，为短期融资券。

2017年底，公司非流动负债89.51亿元，同比增长38.15%，主要来自长期借款和应付债券的增长。2017年底，公司长期借款54.54亿元，同比增长72.59%，主要由抵押借款（占61.24%）和政府债（占28.44%）；公司应付债券26.00亿元，同比增长4.00%，其中“14瘦西湖债”（余额8.00亿元）、“15瘦西湖MTN001”（余额5.00亿元）、华夏银行私募债（余额10.00亿元）和兴业银行理财直融（余额3.00亿元）。

2018年3月底，公司负债总额127.57亿元，较2017年底增长9.37%，其中流动负债占26.47%，非流动负债占73.53%。2018年3月底，公司流动负债33.77亿元，较2017年底增长24.43%，其中短期借款21.00亿元，

较2017年底增长87.50%；公司非流动负债93.81亿元，较2017年底增长4.81%，其中长期借款58.84亿元，较2017年底增长7.89%。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务96.74亿元，同比增长3.14%，其中短期债务占比16.75%，长期债务占比83.25%。2018年3月底，公司全部债务107.84亿元，短期债务占比21.33%，长期债务占比78.67%。

债务指标方面，2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为51.39%、46.72%和42.20%，由于其他权益和少数股东权益快速增长，同比分别减少7.11个、9.97个和1.93个百分点。2018年3月底，公司上述三项指标分别为53.61%、49.42%和43.46%，分别较上年上升2.22个、2.70个和1.26个百分点。

考虑到公司发行的7.50亿元“16瘦西湖MTN001”和7.50亿元“17瘦西湖MTN001”合计15亿元均为永续中期票据，将其计入全部债务后，截至2018年3月底，公司全部债务（含永续）为122.84亿元，长期债务（含永续）为99.84亿元，所有者权益调整为95.38亿元，资产负债率（含永续）为59.91%，全部债务资本化比率（含永续）为56.29%，公司实际债务负担重于指标反映水平。

根据公司提供的2018年到期债务情况说明，2018年，公司需偿还到期债务27.83亿元，2019年需偿还到期债务31.00亿元，未来两年，公司面临一定集中偿付压力，联合资信将持续关注公司债务偿还的情况。

跟踪期内，公司债务规模有所增长。随着未来在建项目资金的后续投入，公司债务规模将继续加重。

### 4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入9.21亿元，主要源自旅游工程施工、旅游经营和古典园

林施工，同比下降 32.00%。

2017 年期间费用总额 0.47 亿元。2017 年，由于公司借款费用基本上已做资本化处理，财务费用有所下滑。2017 年，期间费用占营业收入比重为 5.14%，公司期间费用控对利润侵蚀较上年有所加重，但仍处于较低水平。

2017 年，公司公允价值变动收益为 2.90 亿元，主要为投资性房地产的评估导致的公允价值变动。2017 年，公司公允价值变动损益和营业外收入占利润总额比重为 66.96%，对利润总额贡献程度较高。

盈利能力指标方面，2017 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 21.19%、1.61% 和 3.02%，同比分别变动 7.66 个百分点、-0.48 个百分点和 -1.81 个百分点。

表 9 2016~2017 年公司盈利情况  
(单位: 万元、%)

项 目	2016 年	2017 年
<b>营业收入</b>	<b>135463.89</b>	<b>92110.76</b>
<b>营业成本</b>	<b>114229.77</b>	<b>71547.52</b>
公允价值变动收益	3.47	2.90
其他收益	--	115.57
<b>营业利润</b>	<b>47648.71</b>	<b>44767.29</b>
营业外收入	1636.98	978.30
<b>利润总额</b>	<b>49174.93</b>	<b>45094.86</b>
营业利润率	13.53	21.19
总资本收益率	2.09	1.61
净资产收益率	4.83	3.02

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.28 亿元，利润总额 0.17 亿元，营业利润率 13.29%。

跟踪期内，公司收入规模有所下降，且利润总额中非经常性损益占比较高，公司整体盈利能力较弱。

## 5. 现金流分析

经营活动方面，2017 年，因公司核心业

务代建工程规模的减少，公司整体经营活动现金流入和流出均呈不同程度的下降，当年，公司经营活动产生的现金流量净额 3.12 亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比为 97.61%，收入实现质量较去年有所提升。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动产生的现金流入 1.77 亿元，同比下降 44.21%，其中收回投资收到的现金大幅增至 1.79 亿元，主要系理财产品赎回所致，处置子公司及其他单位收到的现金净额 -0.03 亿元，主要系公司处置子公司并未收到现金，故体现为负值；受公司自营的景区内项目持续扩建的影响，公司投资活动现金流出规模快速扩张为 30.14 亿元，同比增长 186.23%，其中投资支付的现金大幅增至 5.36 亿元，主要系来自公司购买的理财产品。公司投资活动产生的现金流量净额为 -28.37 亿元。

2017 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -25.26 亿元，经营活动现金流量净额未能满足当期投资活动所需，公司对外融资需求大。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入 129.90 亿元，同比增长 67.99%，其中新增吸收投资收到的现金 28.17 亿元，主要来自管委会增资 10 亿元以及收到的与中保投合作股权基金的 18 亿元资金，公司收到其他与筹资活动有关的现金 12.97 亿元，主要来自解除 2016 年受限的资金；公司筹资活动现金流出 81.42 亿元，同比增长 12.45%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 48.48 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 -5.34 亿元；投资活动产生的现金流量净额 -3.81 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 11.34 亿元。

表 10 2016~2017 年公司现金流情况  
(单位: 亿元、%)

项 目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	18.62	11.37
经营活动现金流出	20.75	8.25
经营活动现金流量净额	-2.13	3.12
现金收入比	89.79	97.61
投资活动现金流量净额	-7.36	-28.37
筹资活动现金流量净额	4.93	48.48

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内, 受核心业务代建工程规模下降的影响, 经营活动现金流量规模呈下降态势, 收入实现质量较上年有所提升。受公司自营项目持续投入的影响, 公司投资活动现金流出规模逐年扩张, 未来随着公司投资规模的扩大, 公司对外筹资压力或将有所加大。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2017 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 391.03% 和 243.77%, 同比分别增长 196.06 个和 137.76 个百分点。截至 2018 年 3 月底, 上述两项指标分别为 335.72% 和 206.77%。2017 年, 公司经营现金流动负债比 11.48%, 对公司流动负债保障能力弱。考虑到公司现金类资产充足, 公司短期支付压力不大。

从长期偿债能力指标看, 2017 年, 公司全部债务/EBITDA 为 21.11 倍。但是公司发行的 7.50 亿元“16 瘦西湖 MTN001”和 7.50 亿元“17 瘦西湖 MTN001”合计 15 亿元均为永续中期票据, 若将其调入全部债务后, 全部债务/EBITDA 实际高于上值, 考虑到公司获得外部支持及其区域垄断地位等因素, 整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底, 公司共获银行授信额度 76.01 亿元, 已使用授信额度 52.97 亿元, 未使用授信额度 23.04 亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 3 月底, 公司对外担保 12 笔, 余额 16.70 亿元, 担保比率 15.13%, 被

担保方包括扬州市城建(控股)集团有限公司、扬州市瘦西湖风景区管理处、扬州瘦西湖旅游度假投资管理集团有限公司和扬州虹桥坊酒店管理有限公司, 均系国有企事业单位。截至 2018 年 3 月底, 被担保单位经营正常, 公司或有负债风险较低。

#### 十、存续期内债券偿债能力

截至跟踪评级日, 由联合资信负责评定的存续期内债券包括“16 瘦西湖 MTN001”、“17 瘦西湖 MTN001”、“18 瘦西湖 MTN001”和“17 瘦西湖 CP002”, 合计债券余额为 22 亿元。

2017 年, 公司 EBITDA 和经营活动现金流入分别为 4.58 亿元和 11.37 亿元, 分别是上述债券余额 22.00 亿元的 0.21 倍和 0.52 倍; 公司 EBITDA 和经营活动现金流入对由联合资信评定的存续期内合计债券余额保障能力弱。

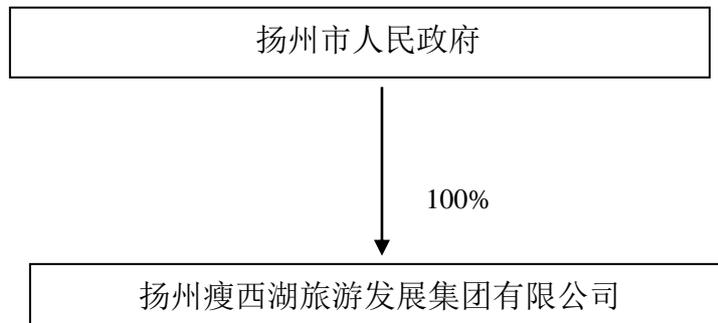
“17 瘦西湖 CP002”债券余额 2.00 亿元, 于 2018 年 10 月 20 日到期, 截至 2018 年 3 月底, 公司现金类资产 34.67 亿元, 是“17 瘦西湖 CP002”债券余额 2 亿元的 17.34 倍。

总体看, 跟踪期内, 公司 EBITDA 和经营活动现金流入对存续期内债券保障能力弱, 但是现金类资产对一年内到期的债券余额保障能力强, 同时, 公司作为扬州重要的旅游投资开发及蜀冈—瘦西湖景区基础设施建设及运营的主体, 扬州市政府及管委会给予公司持续支持力度大。整体看, 上述存续期债券到期按时偿还本息安全性较高。

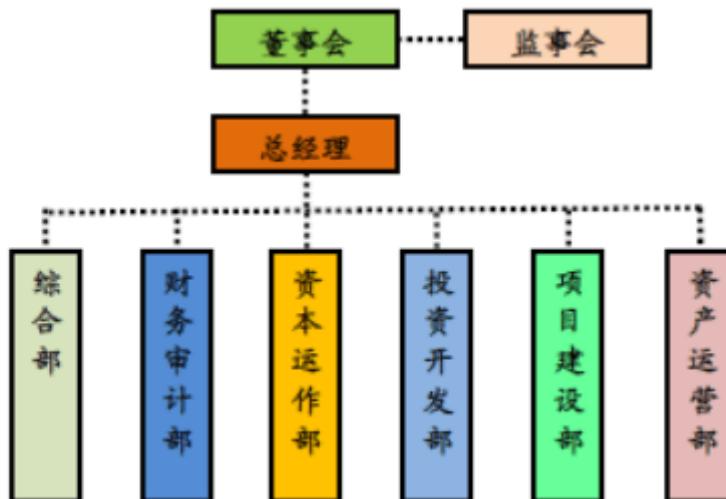
#### 十一、结论

综合评估, 联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA+, “16 瘦西湖 MTN001”、“17 瘦西湖 MTN001”和“18 瘦西湖 MTN001”的信用等级为 AA+, “17 瘦西湖 CP002”的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



## 附件 2 截至 2018 年 3 月底公司合并范围内子公司情况表

企业名称	注册资本 (万元)	经营范围	持股比例 (%)
扬州园林设计院有限公司	100.00	风景名胜区、城市公园、绿地、建筑设计	100.00
扬州园林建筑装饰工程有限公司	1600.00	房屋建筑工程、市政公用工程；建筑装饰装修、钢结构工程、井点降水、屋面防水、幕墙施工	100.00
瘦西湖旅游控股有限公司	1180.00 (万美元)	瘦西湖旅游海外宣传	100.00
扬州瘦西湖旅游资产管理有限公司	15000.00	旅游及关联产品的投资及自有投资管理、物业管理、旅游商品销售、不动产租赁、停车场管理服务、酒店管理服务。	100.00
扬州市长春别院餐饮有限公司	10.00	餐饮服务；小型餐饮；会务服务	100.00
扬州瘦西湖影视传媒有限公司	2000.00	广播电视节目制作与发行；影视文化项目的策划与开发；信息咨询服务；广播电视设备、器材租赁；组织文化艺术交流活动；文化产业投资；会议及展览服务	100.00
扬州瘦西湖酒店有限公司	4000.00	餐饮服务：中餐、西餐、自助餐；棋牌、会议服务、代客停车	100.00
江苏瘦西湖文化旅游股份有限公司	1007.00	扬州古运河非通航水域内水上旅游观光接待服务；游船租赁；扬州市河水域游览活动；绿化养护服务；小型餐馆；日用百货、旅游纪念品等销售	62.50
扬州万隆建设工程有限公司	2000.00	市政、工业、民用建筑、古典园林（绿化）、土方、公路工程施工	100.00
扬州市濂溪阁旅游管理服务有限公司	9000.00	旅游管理服务；房地产开发；房屋租赁；旅游配套设施建设	100.00
扬州瘦西湖旅游发展建设有限公司	100000.00	唐子城保护利用和国家级旅游度假区范围内的基础设施建设、生态景观修复建设、不动产拆迁、改造和征收	56.65
扬州瘦西湖旅游商务管理有限公司	5000.00	旅游及其关联产业的经营管理；旅游商务信息咨询服务；受托固定资产管理；物业服务；不动产租赁；会务及展览展示服务；停车场管理服务；酒店管理服务；旅游商品及文创产品销售；文旅类项目策划。	100.00
扬州瘦西湖园博建设工程有限公司	1000000.00	园林绿化工程、建筑装饰装修设计、施工；房屋建筑工程、古建筑工程、钢结构工程、井点降水工程、房屋防水工程、幕墙工程施工；古建筑修缮；苗木、花卉种植；工程管理服务；工程技术咨询；建筑工程项目管理；园艺服务。	100.00

### 附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	32.97	22.15	33.99	34.67
资产总额(亿元)	183.98	190.76	226.96	237.96
所有者权益(亿元)	69.90	79.16	110.32	110.38
短期债务(亿元)	42.71	37.20	16.20	23.00
长期债务(亿元)	55.83	56.60	80.54	84.84
全部债务(亿元)	98.54	93.80	96.74	107.84
营业收入(亿元)	13.84	13.55	9.21	3.28
利润总额(亿元)	2.14	4.92	4.51	0.15
EBITDA(亿元)	2.37	5.17	4.58	--
经营性净现金流(亿元)	-5.24	-2.13	3.12	-5.34
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	1.30	0.90	0.61	--
存货周转次数(次)	0.29	0.28	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.04	--
现金收入比(%)	100.62	89.79	97.61	103.49
营业利润率(%)	19.97	13.53	21.19	13.29
总资本收益率(%)	1.02	2.09	1.61	--
净资产收益率(%)	2.40	4.83	3.02	--
长期债务资本化比率(%)	44.41	44.13	42.20	43.46
全部债务资本化比率(%)	58.50	56.69	46.72	49.42
资产负债率(%)	62.01	58.50	51.39	53.61
流动比率(%)	197.03	194.97	391.03	335.72
速动比率(%)	118.00	106.01	243.77	206.77
经营现金流动负债比(%)	-10.38	-4.56	11.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.59	18.29	21.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	1.06	0.94	--

注：1、公司 2018 年一季度财务数据未经审计；

2、公司其他流动负债已计入公司有息债务。

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息